

GOBIERNO CORPORATIVO Y CALIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE: EVIDENCIA EMPÍRICA ESPAÑOLA

CORPORATE GOVERNANCE AND EARNINGS QUALITY:
EVIDENCE FROM SPANISH COMPANIES

JUAN MONTERREY MAYORAL*, Universidad de Extremadura

AMPARO SÁNCHEZ-SEGURA*, Universidad de Extremadura

RESUMEN

En el presente trabajo analizamos empíricamente los efectos de las actividades de Gobierno Corporativo sobre la calidad del resultado de las compañías cotizadas en el mercado español de capitales. Nuestros resultados han puesto de manifiesto una moderada influencia de las tareas desempeñadas por el grado de actividad del Consejo de Administración, que guarda una relación positiva y significativa con la calidad del resultado, pero no su tamaño y composición. Con relación al Comité de Auditoría, ninguna de las variables ha resultado ser estadísticamente significativa, y con respecto a la participación del equipo directivo en la propiedad de la firma, los resultados obtenidos indican cómo moderados niveles de propiedad gerencial aportan un efecto benéfico sobre la calidad contable, si bien a medida que su participación se eleva el efecto se invierte y se hace adverso. También hemos mostrado cómo la presencia de las familias fundadoras en el capital favorece la calidad contable, sin que hayamos obtenido evidencia de efecto alguno de la participación de tenedores de bloques significativos.

PALABRAS CLAVE: Gobierno Corporativo, Contabilidad

JEL: M-41

(*) Agradecemos los comentarios de los dos evaluadores anónimos, cuyas sugerencias e indicaciones han contribuido a enriquecer el contenido de nuestro trabajo. Los errores subsistentes son de nuestra exclusiva responsabilidad.

ABSTRACT

This paper presents an empirical analysis of the impact of Corporate Governance practices on the quality of earnings reported by Spanish listed companies. Based on a sample of 136 non-financial firms over the period 2003-2005, we computed abnormal accruals based on Jones (1991) model as a proxy for earnings quality and experimental variables representing size, independence and activeness of the Board of Directors and the Audit Committee, CEO power concentration, board members' compensation schemes and ownership structure. Our results suggest that earnings quality is slightly positively affected by the nature and intensiveness of the activities carried out by the Board, but has no relationship with its size and composition. None of the variables related to the Audit Committee showed a significant association with earnings quality. As for ownership structure, we found that intermediate levels of participation of the members of the Board in the firms' capital have a positive contribution to the quality of earnings. However, subsequent increases in their stake result in a decrease in earnings quality. We also provide evidence that the presence of founding families among corporate shareholders is positively associated with earnings quality and that the existence of shareholders with significant stock blocks has no relevant effect thereon. Our results are robust and consistent in the presence of alternative functional specifications.

KEY WORDS: Corporate Governance, Accounting

1 | INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene como objetivo analizar la relación existente entre las prácticas de Gobierno Corporativo y la calidad de la información contable en las compañías cotizadas españolas. Nuestro país no ha sido ajeno a las iniciativas surgidas en la práctica totalidad de los países occidentales desde la promulgación de la Ley Sarbanes-Oxley en Estados Unidos en el año 2000¹, y parece oportuno verificar empíricamente los efectos de las prácticas de gobierno sobre la calidad contable, lo que es posible a partir de 2003, primer ejercicio de formulación obligatoria del informe anual de Gobierno Corporativo.

En los últimos años, los grandes fraudes contables destapados en las bolsas de valores han vuelto a confirmar la importancia de la transparencia y confianza en la información financiera que se disemina en los mercados, y que se erige como el más importante recurso informativo con el que los participantes en los mercados forman sus expectativas. No es casual, además, que este vivo interés por las cuestiones contables esté acompañado por una notable preocupación por las buenas prácticas de gobierno, y así, reguladores de todo el mundo, expertos y académicos parecen haber unido inexorablemente Contabilidad y Gobierno Corporativo. La respuesta del regulador a los escándalos contables, no exenta de críticas por lo exacerbado de algunas de sus iniciativas (Holmstrom y Kaplan, 2003), ha consistido en tomar medidas orientadas a proteger la transparencia informativa, mitigar conflictos de interés y garantizar la independencia de los auditores, todo ello en orden a proteger los intereses de los inversores y reforzar la confianza en los mercados de capitales. Como apunta Stiglitz (2000), la falta de transparencia y la información sesgada implica que los inversores no puedan discriminar de modo efectivo entre firmas y en consecuencia, que el proceso de asignación de recursos no sea eficiente.

Desde nuestro punto de vista, la formidable presión que el mercado de capitales ejerce sobre los directivos es un condicionante de primer orden que puede empujarles a incurrir en prácticas de alteración de los resultados contables (*earnings management*), hasta el punto de estar dispuestos, como revela el trabajo de Graham, Harvey y Rajgopal (2005), a sacrificar valor para cumplir las expectativas de los inversores y estar a la altura de los pronósticos marcados por los analistas. Por esta razón, la función contable debe tener la adecuada protección, y de aquí que las prácticas de gobierno, si están adecuadamente diseñadas, se erijan como una garantía de su integridad. Desde el trabajo seminal de Fama y Jensen (1983), se asume que el papel del Consejo de Administración es determinante en la monitorización de la actividad gerencial, y los trabajos de Beasley (1996), Dechow, Sloan y Sweeney (1996), Carcello y Neal (2000), Klein (2002b) y Peasnell, Pope y Young (2005), por citar sólo los más notables, documentan una relación significativa entre las características del Consejo y la integridad de la información contable.

(1) En España, la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, de 22 de noviembre de 2002 (Ley Financiera); la Ley 26/2003, de 17 de julio (Ley de Transparencia) y la Orden Ministerial 3722/2003, de 26 de diciembre, que desarrolla el contenido del informe público anual de Gobierno Corporativo.

Pero la creencia de que el Gobierno Corporativo impone efectos sobre la calidad de la información contable no es solamente una posición académica, sino que reviste una enorme importancia práctica y están inevitablemente vinculados, como hemos comprobado en los escándalos de Enron, Worldcom, Parmalat y otros. Los trabajos de Beasley, Carcello y Hermanson (1999) y Farber (2005) documentan cómo la debilidad de las estructuras de Gobierno Corporativo son un aliado necesario del fraude, y así, las firmas envueltas en escándalos contables en Estados Unidos exhiben escasa independencia y actividad de consejos y comités, reducida presencia de expertos en dichos órganos de supervisión y control, pequeños porcentajes de grandes firmas de auditoría y elevada proporción de empresas con significativa concentración de poder, en las que el Presidente del Consejo es también el primer ejecutivo. Aunque de estas líneas puede deducirse su importancia y efectos económicos, la Contabilidad nunca ha ocupado un lugar central en la teoría económica, hecho que en opinión de Coase (1990) y de Garvey y Swan (1994) es un reflejo de la tendencia general de los economistas a negar la importancia de la teoría de la firma y a la ausencia de estudios interdisciplinarios entre análisis económico y Contabilidad.

Con relación a nuestro país, las primeras recomendaciones de Gobierno Corporativo surgieron al hilo de las iniciativas adoptadas en los países anglosajones, y especialmente del Informe Cadbury de 1992, pionero en el Reino Unido. El Informe Olivencia, de febrero de 1998, fue el primer conjunto de recomendaciones emitido en España, y su cometido consistió en identificar la problemática de los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas y la elaboración de un Código ético de buen gobierno, de asunción voluntaria. En enero de 2003, el Informe Aldama revisó y profundizó en los contenidos del Informe Olivencia, a la luz de los cambios estructurales operados en la economía globalizada y las tendencias de los mercados internacionales, y en la actualidad, desde mayo de 2006, es el Código Unificado de Buen Gobierno —conocido también como Código Conthe— el que sirve como pauta orientadora a las compañías cotizadas, emitido en su día para armonizar y actualizar las recomendaciones de los Informes Olivencia y Aldama y para formular las recomendaciones complementarias que juzgara precisas.

No obstante, la realidad española podría ser diferente a la existente en los países anglosajones debido a las distintas orientaciones de los sistemas legales, enfoques culturales, de protección a los inversores, de entornos regulatorios, etc., como se viene señalando en la literatura desde los trabajos seminales de Laporta *et al.* (1998, 2000).

Con relación a nuestro país, la relación entre Contabilidad y Gobierno Corporativo es analizada por García Osma y Gill de Albornoz (2007) y Pucheta y De Fuentes (2007), en ambos casos operando con muestras de empresas cotizadas referidas a la etapa previa a las iniciativas legales emprendidas en España a partir de la Ley Financiera de 2002. Las primeras estudian cómo la composición del Consejo de Administración y la existencia del

Comité de Auditoría afectan a la calidad contable, y documentan la influencia positiva de la estructura del Consejo, sin que sea significativa la existencia del Comité de Auditoría. Las segundas verifican si la existencia y características del Comité de Auditoría influyen en la probabilidad de recibir salvedades del auditor, no obteniendo evidencia alguna de su influencia.

Los resultados que documentamos en este trabajo, con base en una muestra de empresas cotizadas referida al periodo 2003-2005, en un contexto temporal más contemporáneo y con plenos efectos de la entrada en vigor de la Ley Financiera de 2002, complementan a los obtenidos por García Osma y Gill de Albornoz (2007) y Pucheta y De Fuentes (2007), y ponen de manifiesto la moderada influencia que el grado de actividad del Consejo de Administración ejerce sobre la calidad del resultado, pero no así su tamaño y composición, siendo irrelevante el papel del Comité de Auditoría. En cuanto a la participación del equipo directivo en la propiedad de la firma, los resultados muestran cómo moderados niveles de propiedad gerencial aportan un efecto benéfico sobre la calidad contable, si bien a medida que su participación se eleva el efecto se invierte y se hace adverso. También mostramos cómo la presencia de las familias fundadoras en el capital favorece la calidad contable, sin que hayamos podido obtener evidencia de los posibles efectos ejercidos por la participación de accionistas significativos.

El resto del trabajo se organiza como sigue. La sección 2 presenta el diseño de nuestra investigación; la sección 3 detalla la muestra y sus principales características; la sección 4 ofrece y analiza los resultados empíricos obtenidos; la sección 5 aporta el análisis de sensibilidad de los resultados, y finalmente la sección 6 se destina a recoger las principales conclusiones del estudio.

2 | DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

2.1. Hipótesis y predicciones

En este estudio adoptaremos la perspectiva clásica de agencia, basada en asumir el conflicto de interés inducido por la separación de propiedad y control, y además, vamos a acomodar la metodología a nuestra percepción personal del Gobierno Corporativo. Buena parte de la literatura teórica y empírica sobre la materia se apoya, expresa o tácitamente, en la idea de “cuanto más, mejor”, asociando así calidad de gobierno con cantidad de medidas implantadas, posición a la que no podemos adherirnos. Por ejemplo, el grado de independencia del Consejo de Administración —entre otros que podríamos proponer— es una característica muy recomendable; pero más independientes no siempre es la mejor solución, por la elemental razón de que un excesivo número de consejeros independientes, que por definición no ejercen tareas ejecutivas, pueden afectar a la eficiencia del Consejo

en lugar de aportar equilibrio. Así pues, muchas de las variables que emplearemos como representación de la configuración y actividades de Gobierno Corporativo han de ser diseñadas como no lineales, dado que la asunción de linealidad no capturaría nuestro modo de entenderlas. Así se conciben también en los trabajos de Anderson, Mansi y Reeb (2004), Wang (2007) y, singularmente, en los excelentes de Fernández Álvarez, Gómez Ansón y Fernández Méndez (1998) y Dávila y Peñalva (2006).

La primera de las hipótesis que será objeto de contraste es la relativa al efecto del tamaño del Consejo de Administración sobre la calidad contable, si bien se trata de una característica cuya evidencia empírica es contradictoria. De un lado, el influyente trabajo de Jensen (1993) postula las ventajas de una dimensión reducida y razona cómo el tamaño del Consejo guarda una relación inversa con su capacidad para orientar la firma hacia estrategias a largo plazo, posición confirmada por Yermack (1996) y Eisenberg, Sundgren y Wells (1998), quienes documentan una relación inversa entre tamaño del Consejo y rentabilidad, y por Beasley (1996), quien pone de manifiesto cómo a medida que el tamaño del Consejo es mayor la probabilidad de fraude en los estados financieros se amplifica.

Pero de otro lado, también puede razonarse cómo los Consejos de mayor tamaño permiten contar con una mayor especialización de sus miembros, particularmente en firmas cuya complejidad podría desaconsejar la configuración de Consejos reducidos, y así, los resultados de Klein (2002b) y Peasnell, Pope y Young (2005) muestran la existencia de una relación positiva entre tamaño del Consejo y calidad contable, que estaría explicada por la mayor efectividad de su papel supervisor y por su superior capacidad para distribuir las tareas entre un mayor número de miembros. Así pues, no podemos afirmar que exista una posición concluyente acerca de los efectos que el tamaño del Consejo pueda ocasionar en la calidad de la información contable.

Desde nuestro punto de vista, y con la única excepción de Anderson, Mansi y Reeb (2004), la literatura no ha reparado en el hecho de que el tamaño del Consejo debería analizarse en términos relativos y no absolutos. Así, un número de diez consejeros, por ejemplo, puede ser excesivo para una compañía de pequeña capitalización bursátil, pero insuficiente en firmas de gran dimensión y cobertura multinacional de sus operaciones, que requieren la dedicación y especialización de un mayor número de miembros. En suma, los efectos de su dimensión deben ser contemplados con relación a la propia dimensión de las compañías.

Sentada esta primera cuestión, es posible que la relación entre tamaño del Consejo y calidad contable sea no lineal, convexa, como sostiene el Código Unificado de Buen Gobierno (CNMV 2006) cuando afirma, tras reconocer que el número de miembros del Consejo afecta a su eficacia e influye sobre la calidad de sus decisiones, que *“un mínimo suficiente de participantes le da capacidad de deliberación y riqueza de puntos de vista, pero*

un número excesivo de miembros puede favorecer la inhibición de los consejeros e ir en detrimento de la efectividad e incluso cohesión del Consejo". Si nos adherimos a esta recomendación, nuestro cometido será contrastar empíricamente en qué medida incrementos en el tamaño del consejo favorecerán la calidad contable, y si a partir de una determinada dimensión perderá efectividad y perjudicará a aquélla, por lo que el enunciado de nuestra primera hipótesis se expresa en los términos siguientes:

H₁: *Los Consejos de Administración de mayor tamaño relativo favorecen la calidad contable, si bien un tamaño excesivo la perjudica.*

Desde que Fama (1980) y Fama y Jensen (1983) postularan la importancia del Consejo de Administración como instrumento de monitorización de los directivos, la presencia de consejeros independientes se acepta como un hecho que refuerza la efectividad de su papel supervisor, en la medida en que aportan equilibrio y contribuyen a limitar las posibles conductas oportunistas de los internos. Fernández Álvarez, Gómez Ansón y Fernández Méndez (1998) razonan cómo la especial labor supervisora de los consejeros externos se ve mejorada por su independencia de los directivos y por los incentivos para realizar esta labor, entre los que se incluyen la preocupación por proteger su reputación y las posibles implicaciones legales derivadas de una ineficiente supervisión².

Desde el punto de vista de la calidad contable, compartimos la idea de Anderson, Mansi y Reeb (2004), quienes ven en los consejeros independientes el modo de evitar el riesgo existente en Consejos cuyos integrantes son mayoritariamente empleados o personas cercanas a éstos, en los que la información contable podría elaborarse al servicio de los intereses de los internos y favorecer la obtención de beneficios derivados del control. Con la excepción del trabajo de Park y Shin (2004) para el caso canadiense, la evidencia empírica es consistente con la idea de que la mayor independencia del Consejo favorece su capacidad para monitorizar a los internos, y por extensión, una mayor calidad contable, como lo confirman los trabajos de Dechow, Sloan y Sweeney (1996), Agrawal y Chadha (2005), Beasley (1996), Klein (2002a) y Peasnell, Pope y Young (2005). Sin embargo, es posible que la independencia tenga un límite asintótico superior, de manera que llegado a un cierto grado suficiente, la presencia de más independientes en el Consejo no mejoraría su efectividad. Por tanto, nuestra segunda hipótesis se enuncia como sigue:

H₂: *La independencia del Consejo de Administración favorece la calidad contable.*

(2) No obstante, nos parece acertada la reflexión de Peasnell, Pope y Young (2005), quienes consideran que la efectividad del Consejo en la monitorización y en la supervisión de la función contable dependerá en buena medida de la capacidad de los externos para entender las cuestiones de técnica contable, aunque cabe esperar que así sea, ya que una notable proporción de aquéllos han desempeñado puestos de responsabilidad directiva en grandes compañías o han desarrollado largas carreras académicas o como auditores o asesores. Para el caso español, el informe anual de Spencer Stuart (2007) correspondiente al ejercicio 2006 detalla la procedencia de los consejeros independientes en las compañías cotizadas españolas: un 19% son empresarios, un 19% provienen de ser máximo ejecutivo en otra compañía, un 24% son ejecutivos retirados, un 20% son profesionales independientes, un 7% académicos y un 2% ex políticos.

El tercer indicador relacionado con el Consejo de Administración es su actividad, puesto que su tamaño e independencia son condiciones necesarias, pero no suficientes; Eguidazu (1999) sostiene que además es fundamental que los consejos sean activos y entiendan su tarea como un proceso continuo, y empíricamente, Vafeas (1999) ha demostrado la existencia de una relación directa entre la actividad del Consejo y rentabilidad de la firma. En consecuencia, es posible que los consejos con mayor implicación en sus funciones tomen una posición más activa para salvaguardar la calidad de la información contable, por lo que cabe esperar, en principio, una relación positiva entre la actividad del Consejo y la calidad del resultado³, de aquí que la tercera hipótesis puede expresarse del siguiente modo:

H₃: *La actividad del Consejo de Administración favorece la calidad contable.*

Las siguientes hipótesis son relativas al efecto del Comité de Auditoría sobre la calidad contable. Aunque la responsabilidad del Consejo es indelegable, el Comité de Auditoría tiene competencias específicas y especializadas en este ámbito, al supervisar y controlar el desarrollo de esta función; entre otros cometidos, recomienda la selección de los auditores externos, supervisa el proceso de auditoría y control interno, mantiene las relaciones con los auditores y asegura la independencia de éstos. Desde nuestro punto de vista, el Comité debe aportar conocimiento especializado que favorezca el papel supervisor y refuerce la independencia del Consejo de Administración, por lo que su configuración y actividad deben contribuir a reducir las posibilidades de información fraudulenta, aportando un efecto benéfico incremental o complementario al del propio Consejo.

En general, la literatura, referida en su práctica totalidad al ámbito anglosajón, documenta el papel positivo que el Comité de Auditoría ejerce sobre la calidad e integridad de la información contable, como se recoge los trabajos de DeFond y Jiambalvo (1991), Dechow, Sloan y Sweeney (1996), Carcello y Neal (2000), Beasley y Salterio (2001), Klein (2002b), Abbott, Parker y Peters (2004), DeFond, Hann y Hu (2005), y Vafeas (2006). No obstante, Beasley (1996) para Estados Unidos, Peasnell, Pope y Young (2005) para el Reino Unido y García Osma y Gill de Albornoz (2007), y Pucheta y De Fuentes (2007) para España obtienen resultados que ponen de manifiesto la inexistencia de efectos del Comité de Auditoría sobre la calidad contable. Por ello pudiera tener todo el sentido el razonamiento de DeFond y Francis (2005), quienes sostienen que el Comité de Auditoría podría no ser efectivo si las prácticas de gobierno de la empresa son débiles e ineficientes.

Dado el papel complementario del Comité de Auditoría, vamos a expresar las hipótesis relativas a su tamaño, composición y actividad en los mismos términos que anteriormente expresamos con relación al Consejo de Administración. Con respecto a su tamaño, en el 90%

(3) No obstante, también es posible que una excesiva actividad del Consejo sea reveladora de la existencia de graves problemas que requieren solución y no de un activismo innato. En las observaciones de nuestra muestra, el número máximo de reuniones del Consejo de Administración lo registra Avanzit, entidad en situación concursal, con 26 reuniones en 2003 y 43 en 2004.

de las compañías cotizadas españolas su número de miembros oscila entre tres y cinco, y en cuanto a su grado de independencia, nuestra ley exige que esté formado por una mayoría de miembros no ejecutivos, lo que a priori parece más realista que las soluciones adoptadas en otros países⁴. Con relación a su efectividad real, cabe esperar que el compromiso del Comité de Auditoría con la calidad contable guarde una relación directa con su nivel de actividad. Así pues, serán objeto de contraste las hipótesis que siguen:

H₄: *Los Comités de Auditoría de mayor tamaño relativo favorecen la calidad contable, si bien un tamaño excesivo la perjudica.*

H₅: *La independencia del Comité de Auditoría favorece la calidad contable*

H₆: *La mayor actividad del Comité de Auditoría favorece la calidad contable.*

La participación accionarial del equipo gestor también puede ser un determinante potencial de la calidad contable, y en principio podría ejercer un efecto benéfico sobre ésta, al alinear los intereses de gerentes y accionistas y mitigar los conflictos de agencia, reduciendo el riesgo de conductas contables oportunistas. No obstante, como acertadamente razonan y demuestran empíricamente Fernández Álvarez, Gómez Ansón y Fernández Méndez (1998), la propiedad accionarial de los directivos presenta limitaciones como solución a los problemas de agencia y puede acarrear un efecto de atrincheramiento, al asumir de facto el control de la compañía y exhacerbar los problemas de agencia en lugar de reducirlos (Morck, Shleifer y Vishny 1988; Bergstresser y Philippon 2006). Esta indeterminación es la que podría explicar la existencia de resultados contradictorios, desde quienes confirman su efecto benéfico sobre la calidad contable (Dhaliwal *et al.* 1982, Warfield, Wild y Wild 1995) hasta quienes lo documentan como adverso (Gabrielsen, Gramlich y Plenborg 2002), lo que podría haber llevado a algunos autores, explícitamente en el caso de Chung, Firth y Kim (2002), a no incorporarla como variable explicativa en los análisis empíricos.

Dados los posibles efectos contradictorios que la participación accionarial del equipo gestor puede generar sobre la calidad del resultado, pueden darse, como razonan Fernández Álvarez, Gómez Ansón y Fernández Méndez (1998), dos hipótesis de signo contrario; la primera, la hipótesis de la “convergencia de intereses”, que pronostica que mayores participaciones favorecerán la calidad contable, y la segunda, la hipótesis del “atrincheramiento”, que predice que dicha participación generará un efecto adverso sobre la calidad contable. Ello podría conducir a la existencia de una relación no lineal entre la

(4) La Disposición Adicional Decimoctava de la Ley 24/1988, de 28 de julio, reguladora del Mercado de Valores, dispone que “deberá tener mayoría de consejeros no ejecutivos”. En Estados Unidos, la Ley Sarbanes-Oxley requiere que la totalidad de los miembros del Comité de Auditoría sean independientes. No obstante, los trabajos de Rosenstein y Wyatt (1997) y Klein (1998) demuestran cómo la presencia de ejecutivos en el Comité, que aportan conocimiento en profundidad de la compañía, favorece la creación de valor.

participación accionarial del equipo gestor y la calidad contable, y así nuestra hipótesis se plantea del siguiente modo:

H₇: *La participación accionarial del equipo gestor favorece la calidad contable.*

La siguiente de las hipótesis guarda relación con el efecto que la presencia de los titulares de participaciones significativas (no pertenecientes a las familias fundadoras de las empresas) puede ejercer sobre la calidad contable. Shleifer y Vishny (1986) razonaron cómo los grandes inversores tienen incentivos para monitorizar a los gerentes, lo que llevaría a considerar que la incorporación de los primeros mitiga los problemas derivados de la discrecionalidad contable en mayor medida que en compañías de propiedad difusa. La evidencia disponible presenta resultados contradictorios, y así, mientras DeAngelo y DeAngelo (2000) y Faccio y Lang (2002) documentan cómo la concentración de propiedad en grandes inversores facilita la extracción de rentas a los accionistas minoritarios, a través de los beneficios derivados del control, los trabajos específicamente orientados a analizar la calidad contable de Chung, Firth y Kim (2002), Bédard, Chtourou y Courteau (2004), Park y Shin (2004), Peasnell, Pope y Young (2005) y Vafeas (2006) confirman las tesis de Shleifer y Vishny (1986). No obstante, en este escenario nos inclinamos por pensar que la relación entre la presencia de accionistas significativos pudiera ser no lineal, y que solamente a partir de un cierto nivel crítico podrían los tenedores de bloques ejercer su influencia y mitigar el problema de la discrecionalidad contable de la alta dirección. En consecuencia, nuestra siguiente hipótesis se formula como sigue:

H₈: *La presencia de grandes inversores favorece la calidad contable.*

Con respecto a las familias fundadoras de las compañías, aún tratándose de partícipes significativos, su actitud en cuanto a las cuestiones contables puede ser diferente a la de otros grandes inversores, pues la empresa se contempla como una prolongación de la estructura familiar y el proceso de toma de decisiones combina criterios estrictamente económicos con otros ingredientes más emocionales que racionales. Burkart, Panunzi y Shleifer (2003) documentan cómo el control de las firmas por las familias fundadoras permite a éstas obtener beneficios no pecuniarios, sin que comprometan o pongan en riesgo la riqueza de los restantes accionistas, tales como mantener el apellido familiar, garantizar que la siguiente generación mantenga el control, etc.

En general, la reciente literatura sobre los efectos de la propiedad familiar apoya la idea de que su presencia aporta efectos muy benéficos a las compañías, posiblemente derivados de la orientación a largo plazo de su gestión. Anderson y Reeb (2003) documentan cómo las empresas controladas por las familias fundadoras son en promedio más rentables que las no familiares, y Anderson, Mansi y Reeb (2003) detectan un coste de capital más reducido que las controladas por otros partícipes. Con respecto a sus aspectos contables,

la evidencia aportada por Wang (2007) es consistente con que la presencia de los grupos familiares favorece la calidad contable y está asociada a menores niveles de ajustes por devengo anormales, si bien se trata de una relación no lineal. Por tanto, la hipótesis objeto de contraste será la siguiente:

H₉: *La presencia de las familias fundadoras favorece la calidad contable.*

Con relación a los posibles efectos que los esquemas retributivos de la alta dirección pueden ejercer sobre la calidad contable, hemos de partir de las consideraciones de Bebchuck y Fried (2003) y Core, Guay y Larcker (2003), quienes muestran que su efectividad desde la perspectiva del Gobierno Corporativo depende de su estructura, del propio horizonte temporal del directivo, de las medidas de referencia convenidas para evaluar el desempeño, etc., por lo que desde nuestro punto de vista la relación entre compensación y calidad contable presenta a priori una notable indeterminación.

Pese a esta dificultad, la investigación académica argumenta que en contextos en los que la compensación gerencial está vinculada a los resultados contables, singularmente en firmas en las que el primer ejecutivo puede ejercer influencia sobre las prácticas de gobierno (Dávila y Peñalva 2006), los directivos tienen incentivos para manipular los resultados. Healy (1985) y Watts y Zimmerman (1986) iniciaron esta línea, luego seguida por numerosos trabajos, como los de Gaver, Gaver y Austin (1995), Holthausen, Larcker y Sloan (1995) y Cheng y Warfield (2005). Así pues, la siguiente hipótesis a contrastar será:

H₁₀: *Los esquemas retributivos basados en resultados generan incentivos para incurrir en prácticas de alteración de resultados*

Por último, verificaremos en qué medida la concentración de poder podría afectar a la calidad de los resultados. El hecho de que la misma persona simultanee la presidencia de la compañía y el cargo de primer directivo implica una acumulación de competencias y el ejercicio de una influencia significativa en el seno de los órganos de administración de la compañía que podría reducir la efectividad de los mecanismos de supervisión y control establecidos. De acuerdo con los resultados de Dechow, Sloan y Sweeney (1996), Beasley, Carcello y Hermanson (1999) y Dunn (2004), cabe esperar de estas situaciones una relación inversa con la calidad contable, lo que justifica el contraste de la siguiente hipótesis:

H₁₁: *La acumulación de funciones en el primer directivo genera incentivos para incurrir en prácticas de alteración de resultados*

2.2. Concepto y medida de la calidad contable

El resultado contable es el producto final de un laborioso proceso que como afirmábamos en la introducción de este trabajo, tiene como ingrediente necesario una amplia discrecionalidad de quien elabora la información. En la literatura económica se asume que el resultado de calidad es el que mejor se aproxima al resultado económico (Chan, Chan, Jegadeesh y Lakonishok, 2004), que no es observable, debido a la imperfección de las normas contables, a errores de medición y a otros factores. Un resultado de mayor calidad permite a los inversores discriminar y seleccionar entre compañías, asignar mejor sus recursos y formar más adecuadamente sus expectativas, generando credibilidad. Pero los internos tienen a su disposición diferentes recursos para modificar los resultados contables, desde la adopción de decisiones de gestión, como ventas de activos (Bartov 1993) y modificaciones en el nivel de gastos discrecionales, como marketing o I&D (Bushee 1998, Roychowdhury 2006), hasta incurrir en prácticas de manipulación, que introducen perturbaciones que enmascaran el verdadero resultado obtenido por la firma e impide a los externos conocer la situación real de las compañías.

En la literatura existen diversos instrumentos para medir la calidad contable. Abbott, Parker y Peters (2004) emplean las reformulaciones (*restatements*) de los estados financieros; Karamanou y Vafeas (2005), las propiedades de los pronósticos de resultados diseminados por los gerentes; Leuz, Nanda y Wysocki (2003) y Vafeas (2006), la probabilidad de manipularlos para cumplir los pronósticos de los analistas; Alford, Jones, Leftwich y Zmijewski (1993), la relevancia valorativa de la información, y Klein (1998, 2002a, 2002b), Xie, Davidson y DaDalt (2003), Bédard, Chtourou y Courteau (2004), Larcker y Richardson (2004) y García Osma y Gill (2005), entre otros muchos, los ajustes por devengo discrecionales o anormales, que en el contexto de las compañías cotizadas constituyen, pese a sus problemas de especificación y potencia⁵, la representación más adecuada de la calidad contable, ya que son el instrumento que los internos manipulan para formar los resultados, tanto su nivel como los cambios, habida cuenta de que su manejo oportunista no tiene consecuencias directas sobre el cash flow⁶ y son difíciles de detectar.

El modelo que emplearemos para el contraste multivariante de las hipótesis enunciadas presenta la siguiente especificación:

$$|ADA_{it}| = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k \text{Experimentales}_{kt} + \sum_{q=1}^Q \delta_q \text{Controles}_{qt} + \varphi_n \sum_{n=1}^6 \text{Sector}_n + \gamma_t \sum_{t=1}^3 \text{Año}_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(5) Brillantemente analizados en el trabajo de Poveda (2006).

(6) A excepción de su efecto en el Impuesto de Sociedades, si bien parece que este impacto, en numerosas ocasiones, es un determinante de segundo orden (Graham 2003; Erickson, Hanlon y Maydew 2004).

en el que para la empresa i y el ejercicio t , la variable dependiente, $|ADA_{it}|$, representa la medida de calidad contable, los ajustes por devengo anormales o discrecionales, tomados en valores absolutos; $Experimentales_{it}$ recoge las k variables representativas de las prácticas de Gobierno Corporativo y $Controles_{it}$ incorpora las Q variables de control. Nuestro interés se centrará en el análisis de los coeficientes asociados a las variables experimentales, β_k , y a su efecto *conjunto* sobre la calidad del resultado.

A su vez, la variable dependiente, $|ADA_{it}|$, son los residuos de la regresión del modelo de expectativas de Jones (1991) en sección cruzada, como sugieren DeFond y Jiambalvo (1994), y cuya expresión es la siguiente:

$$|ADA_{it}| = \alpha + \beta_1(\Delta CNN_{it} - \Delta CC_{it}) + \beta_2 INM_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 BM_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

en la que para la empresa i y el ejercicio t , la variable dependiente, $|ADA_{it}|$, representa los ajustes por devengo totales esperados para el ejercicio⁷; ΔCNN_{it} y ΔCC_{it} son las variaciones anuales operadas en la cifra neta de negocios y en las cuentas a cobrar, respectivamente; INM_{it} es el importe del inmovilizado material bruto, ROI_{it} es la rentabilidad económica, definida como el cociente entre el resultado neto atribuido a la sociedad dominante y el activo total, y BM_{it} es el ratio *book-to-market*, definido como cociente entre el valor teórico contable y el precio de mercado de una acción. Todas las variables, excepto ésta última, están deflactadas por el valor contable del activo al inicio del ejercicio.

Nuestra versión del modelo de Jones para estimar los ajustes por devengo discrecionales difiere de su especificación original en que incorpora dos variables independientes adicionales, la rentabilidad, representada por ROI_{it} , y el crecimiento, capturado por BM_{it} . La primera de ellas se integra en el modelo para mitigar los errores de especificación que presenta en compañías con niveles extremos de rentabilidad, como sugieren Kothari, Leone y Wasley (2005), y el hecho de añadir un control para el crecimiento obedece, como han documentado Dechow, Richardson y Tuna (2003), a que en compañías con elevados ritmos de crecimiento el modelo puede confundir incrementos reales de los ajustes por devengo con manipulaciones discrecionales.

(7) Los ajustes por devengo totales (ADT_{it}) son la agregación de las variaciones anuales operadas en los saldos de las cuentas a pagar vinculadas a las operaciones (ΔCP_{it}), de existencias (ΔEX_{it}), de cuentas a cobrar (ΔCC_{it}) y de otros activos circulantes distintos de tesorería y equivalentes (ΔOA_{it}): $ADT_{it} = \Delta CP_{it} - \Delta EX_{it} - \Delta CC_{it} - \Delta OA_{it}$

3 MUESTRA, MEDICIÓN DE VARIABLES Y ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

3.1. Muestra

Nuestra muestra está integrada por datos de 136 compañías no financieras correspondientes a los ejercicios 2003 a 2005, ambos inclusive, correspondientes a los sectores de bienes de consumo, bienes de inversión, servicios de mercado, energía, comunicación y construcción, con cotización bursátil en el mercado español de capitales. De las 408 observaciones empresas-años que hubieran formado un panel completo, se han excluido 2 observaciones por información insuficiente a la fecha de cierre de este trabajo, y otras 10 por haber sido excluidas de negociación durante 2004 o 2005, configurándose una muestra final de 396 observaciones empresas-años. Los datos procedentes de las cuentas anuales se han obtenido de la base SABI (*Bureau Van Dijk*) y la información sobre Consejos de Administración, Comités de Auditoría, participaciones significativas, etc. se han tomado de los informes anuales de Gobierno Corporativo alojados en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Por último, la información relativa a las operaciones corporativas (fusiones, adquisiciones, salidas a bolsa y ampliaciones de capital) han sido obtenidas de los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (hechos relevantes de las compañías).

3.2. Variables independientes

Ya especificada con anterioridad la variable dependiente, las variables experimentales se representan del modo que sigue. En cuanto al tamaño relativo del Consejo, tomaremos, como Anderson, Mansi y Reeb (2004), el número de consejeros dividido por el logaritmo neperiano del activo total; el tamaño del Comité, por el número de miembros que lo integran; la independencia de consejos y comités será aproximada mediante la fracción de miembros independientes, así designados en los informes anuales de Gobierno Corporativo; la actividad de ambos órganos se medirá por el número anual de reuniones celebradas; la propiedad gerencial a través del porcentaje de capital directa o indirectamente en poder de los consejeros ejecutivos; la presencia de inversores significativos, por la fracción de capital representado directa o indirectamente por los consejeros dominicales; la participación de las familias fundadoras, por el porcentaje de capital directa o indirectamente en su poder; la existencia de esquemas retributivos basados en opciones sobre acciones empleando una variable binaria, que tomará el valor 1 si éstos están adoptados y 0 en caso contrario, y por último, la concentración de poder será capturada por otra variable binaria, cuyo valor 1 indicará si el Presidente de la compañía es también el primer directivo, y 0 en otro caso.

Dado que existen solapamientos entre propiedad gerencial, inversores significativos y propiedad de familias, hemos optado por la siguiente solución: cuando los gerentes son al

mismo tiempo inversores significativos (ACS, Sacyr, Metrovacesa, entre otras) o miembros de las familias fundadoras (Ferrovial, Sol Meliá, Sos Cuétara, entre otras), se han computado como inversores o integrantes de las familias, respectivamente. De este modo, las observaciones registradas en nuestros datos como propiedad gerencial incluyen solamente la participación de los miembros de la alta dirección que no poseen ni representan participaciones significativas ni forman parte de las familias fundadoras de la compañía (Telefónica, BBVA, Indra Sistemas, entre otras).

En cuanto a las variables de control, incorporaremos aquéllas que la evidencia recogida en la literatura ha asociado con la elección contable, y así, el tamaño podría guardar relación con características operativas que expliquen que en compañías de mayor dimensión los ajustes por devengo sean sistemáticamente más reducidos (Reynolds y Francis 2001), o que el fraude contable sea menos probable en compañías de mayor tamaño (Beasley, Carcello y Hermanson 1999). Será representada mediante el logaritmo del activo total.

También someteremos a control el endeudamiento, habida cuenta de que las compañías con una masiva financiación con recursos ajenos tienen mayores incentivos para emplear ajustes por devengo discrecionales, con el propósito de exhibir una mayor capacidad de generar recursos, tal como muestran DeFond y Jiambalvo (1994), DeAngelo, DeAngelo y Skinner (1994) y Frankel, Johnson y Nelson (2002). La medida de esta característica será el cociente entre deuda total y activo total.

Otro elemento potencialmente determinante de la calidad contable es la calidad del propio auditor. Desde el trabajo seminal de DeAngelo (1981) y como está documentado para las compañías cotizadas españolas (Monterrey y Sánchez-Segura 2007), se ha propuesto la dimensión del auditor como aproximación adecuada a su calidad, ya que las grandes firmas tienen una cartera de clientes más amplia y diversa que las hace económicamente menos dependientes que los auditores de dimensión más reducida, y en consecuencia, inhibiendo los estímulos para ser permisivos con su clientela. Otro argumento para considerar que el tamaño del auditor puede guardar relación con la calidad contable es que la protección de su marca crea incentivos para ser estrictos con los clientes y no erosionar la reputación a ella asociada. Esta característica será capturada por una variable dicotómica que tomará el valor 1 si el auditor es una de las cuatro grandes firmas (Deloitte Touche, Ernst & Young, KPMG y Pricewaterhouse Coopers), y 0 en caso contrario.

Finalmente incluiremos otros controles potencialmente vinculados a la calidad contable, como la presencia de operaciones corporativas de fusiones, adquisiciones, salidas a bolsa o ampliaciones de capital, que generan incentivos para manipular los ajustes por devengo con la finalidad de exhibir una mayor capacidad de creación de valor y estimular las expectativas de los inversores (Teoh, Welch y Wong 1998a, 1998b; Rangan 1998; Ericsson

y Wang 1999; Perry y Williams 1994), representados por una variable binaria, así como controles de los efectos sectoriales y temporales también con variables dicotómicas⁸.

3.3. Estadísticos descriptivos y correlaciones entre variables

El cuadro 1 muestra los principales estadísticos descriptivos de las variables cuantitativas. Con relación a las que representan las características del Consejo de Administración, puede comprobarse cómo su tamaño es, en promedio, de diez miembros, de los que por término medio un 30% de ellos son independientes, y celebrando cerca de 9 reuniones anuales. Con respecto al Comité de Auditoría, el tamaño medio es de 3 miembros, siendo independientes en torno al 40% de los mismos y manteniendo un promedio de 5 reuniones anuales.

En cuanto a la estructura de propiedad, el cuadro recoge solamente los estadísticos obtenidos de las empresas de la muestra en cuyo Consejo están presentes las familias fundadoras, los tenedores de bloques de acciones —siempre que unas y otros representen más del 5% del capital social—y aquéllas en la que los miembros de la alta dirección poseen alguna fracción de capital, respectivamente. Las familias participan en 49 de las 136 empresas de nuestra muestra, lo que representa una frecuencia del 36% e indica que en la actualidad su presencia es minoritaria; en promedio ostentan el 43% del capital social de las compañías en las que participan.

Por el contrario, los bloques están presentes en 106 de las 136 empresas de la muestra (78%), y en promedio ostentan el 42% de su capital social. En cuanto a la propiedad de la alta dirección, participan en 44 compañías (32%), siendo titulares, por término medio, del 0,58% del capital, si bien con una fuerte dispersión; así, en el cuartil inferior el porcentaje de participación es solamente del 0,01%, mientras que en el superior alcanza el 0,80%. Por último, el tamaño, representado por el valor contable del activo, indica las grandes diferencias en dimensión existentes en el mercado español de capitales, mientras que el endeudamiento exhibe un comportamiento más uniforme a lo largo de las empresas de la muestra, con un valor promedio de 0,58.

El cuadro 2 recoge las correlaciones por rangos de Spearman entre variables independientes cuantitativas, sin que ninguna de ellas sea especialmente intensa, salvo la existente entre el grado de independencia del Consejo de Administración y del Comité de Auditoría (0,75), lo que viene a indicar que esta característica se proyecta sobre el conjunto de los órganos de gobierno de las compañías cotizadas. No puede afirmarse lo mismo con respecto al activismo de consejos y comités, ya que la correlación entre las reuniones de unos y otros solamente alcanza el 0,38.

(8) Adicionalmente, podríamos incluir como variables de control la rentabilidad y el crecimiento, que la evidencia disponible ha asociado con la existencia de prácticas de alteración de resultados. No obstante, recordemos que ambas han sido utilizadas como variables explicativas para estimar los ajustes por devengo totales y obtener los residuos que se utilizarán como medida de ajustes anormales en la ecuación (1). Por lo tanto, los ajustes anormales obtenidos son ortogonales a la rentabilidad y al crecimiento, por lo que carece de sentido incluirlas como variables de control.

CUADRO 1.- ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE VARIABLES INDEPENDIENTES CUANTITATIVAS
Características de la muestra y definición de variables descritas en el apéndice A1

Variables	Media	Desviación estándar	Valor mínimo	Valor máximo	Percentiles		
					25%	Mediana	75%
TAMCONS _{it}	10,30	4,80	1	50	7	10	12
INDCONS _{it}	30,04%	20,94%	0,00%	88,89%	14,29%	30,00%	44,44%
REUNCONS _{it}	8,74	4,11	1	20	6	8	12
TAMCOM _{it}	3,46	0,89	0	8	3	3	4
INDCOM _{it}	40,89%	29,90%	0,00%	100,00%	25,00%	33,33%	66,67%
REUNCOM _{it}	4,59	2,91	0	15	2	4	6
FAMILIAS _{it} (a)	43,60%	24,49%	0,00%	76,00%	25,66%	45,00%	58,00%
BLOQUES _{it} (b)	42,09%	27,28%	12,42%	100,00%	17,00%	37,44%	62,89%
PGER _{it} (c)	0,58%	1,02%	0,00%	3,10%	0,01%	0,08%	0,80%
ADA _{it}	0,21	0,84	0,00	14,95	0,12	0,22	0,34
Activo (Ln)	13,06	2,06	8,24	18,11	11,63	12,91	14,58
END _{it}	0,58	0,24	0,29	1,22	0,43	0,60	0,74

(a) Datos referidos a las empresas de la muestra con participación de la(s) familia(s) fundadora(s), titulares de bloques de acciones que representan más del 5% del capital social.

(b) Datos referidos a las empresas de la muestra con partícipes significativos titulares de bloques de acciones que representan más del 5% del capital social.

(c) Datos referidos a las empresas de la muestra con algún grado de participación de la alta dirección en el capital social.

También ha de mencionarse cómo el tamaño de consejos y comités no guarda relación con su grado independencia ni con sus niveles actividad, y cómo independencia y actividad tampoco exhiben una relación destacable, tanto de consejos como de comités, tratándose, en consecuencia, de atributos notablemente autónomos. En cuanto a la estructura de propiedad, podemos comprobar cómo la propiedad gerencial presenta correlación positiva con la propiedad familiar (0,52), pero negativa con la presencia de grandes inversores (-0,31), datos que son una consecuencia directa del criterio que hemos seguido para construir estas variables y que indican cómo las compañías con presencia de familias parecen más propensas a incentivar a los directivos con su acceso a la propiedad, contrariamente a las dominadas por grandes inversores. Por último, la correlación negativa entre presencia de familias y de partícipes significativos (-0,36) pone de manifiesto cómo las compañías tienden a estar controladas por uno u otro tipo de accionistas, sin que ambos tipos convivan, por regla general, dentro de la misma empresa.

CUADRO 2.- CORRELACIONES POR RANGOS DE SPEARMAN ENTRE VARIABLES INDEPENDIENTES CUANTITATIVAS
 Características de la muestra y definición de variables descritas en el apéndice A1; los valores p de los coeficientes de correlación se ofrecen en *cursiva*

	TAM _{it}	END _{it}	TAMCONS _{it}	INDCONS _{it}	REUNCONS _{it}	TAMCOM _{it}	INDCOM _{it}	REUNCOM _{it}	PGER _{it}	FAMILIAS _{it}	BLOQUES _{it}
TAM _{it}	1,00 0,00	0,51 0,00	0,46 0,02	0,12 0,00	0,24 0,00	0,28 0,00	0,16 0,00	0,51 0,00	-0,16 0,01	-0,13 0,00	0,16
END _{it}		1,00 0,00	0,23 0,44	0,04 0,00	0,21 0,00	0,17 0,30	0,05 0,00	0,27 0,08	-0,09 0,47	-0,04 0,63	0,02
TAMCONS _{it}			1,00 0,88	-0,01 0,00	0,21 0,00	0,46 0,92	0,00 0,00	0,33 0,20	-0,06 0,00	-0,15 0,12	0,07
INDCONS _{it}				1,00	0,09 0,06	0,03 0,56	0,75 0,00	0,20 0,00	0,05 0,29	-0,04 0,39	-0,08 0,09
REUNCONS _{it}					1,00	0,21 0,00	0,11 0,04	0,38 0,00	-0,14 0,01	-0,21 0,00	-0,01 0,70
TAMCOM _{it}						1,00	-0,04 0,44	0,17 0,00	0,00 0,93	-0,03 0,59	-0,02 0,66
INDCOM _{it}							1,00	0,29 0,00	0,06 0,25	-0,03 0,55	-0,05 0,31
REUNCOM _{it}								1,00	-0,04 0,39	-0,16 0,00	0,05 0,31
PGER _{it}									1,00	0,52 0,00	-0,31 0,00
FAMILIAS _{it}										1,00	-0,36 0,00

CUADRO 3.- RESULTADOS DE LA REGRESIÓN DEL MODELO

$$|ADA_{it}| = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 END_{it} + \beta_3 AUDITOR_{it} + \beta_4 OPCORP_{it} + \delta_1 TAMCONS_{it}^2 + \delta_2 TAMCONS_{it}^2 + \delta_3 INDCONS_{it}^2 + \delta_4 INDCONS_{it}^2 + \delta_5 REUNCONS_{it}^2 + \delta_6 TAMCOM_{it} + \delta_7 TAMCOM_{it}^2 + \delta_8 INDCOM_{it} + \delta_9 INDCOM_{it}^2 + \delta_{10} REUNCOM_{it} + \delta_{11} CONCENTR_{it} + \delta_{12} STOCK_{it} + \delta_{13} PGER_{it} + \delta_{14} PGER_{it}^2 + \delta_{15} FAMILIAS_{it} + \delta_{16} FAMILIAS_{it}^2 + \delta_{17} BLOQUES_{it} + \delta_{18} BLOQUES_{it}^2 + \varphi \sum_{n=1}^6 Sector_n + \gamma_t \sum_{i=1}^3 Año_i + \epsilon_{it}$$

Características de la muestra y definición de variables descritas en el apéndice A1. Estadístico t entre paréntesis, y errores estándar y covarianzas calculados robustos a la heterocedasticidad, empleando la propuesta de White (1980). La significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**), y 99% (***) de probabilidad. Todos los modelos incluyen controles sectoriales y temporales.

	M1 (básico)		M2 (Términos lineales)		M3 (Consejos y comités)		M4 (Bloques)		M5 (Bloques expandidos)		
	Coefftes	t	Coefftes	t	Coefftes	t	Coefftes	t	Coefftes	t	Sign
Constante	1,987	5,042	2,168	4,994	1,926	2,459	1,633	2,039	1,911	2,372	**
TM _{it}	-0,152	-4,384	-0,163	-4,615	-0,157	-4,457	-0,143	-4,023	-0,144	-4,057	***
END _{it}	0,830	3,496	-0,705	3,144	0,772	3,431	0,738	3,343	0,645	2,926	***
AUDITOR _{it}	-0,462	-2,769	-0,57	-3,493	-0,387	-2,294	-0,479	-2,844	-0,571	-3,332	***
OPCORP _{it}	0,031	0,162	0,113	0,626	0,078	0,428	0,124	0,706	0,091	0,522	
TAMCONS _{it}			0,814	4,99	-0,531	-1,771	-0,676	-1,848	-0,311	-0,850	*
TAMCONS _{it} ²					0,355	4,209	0,370	4,420	0,289	3,392	***
INDCONS _{it}			0,195	0,501	1,252	1,287	0,386	0,395	0,241	0,248	
INDCONS _{it} ²					-1,534	-1,253	-0,527	-0,426	-0,485	-0,393	
REUNCONS _{it}			0,055	-1,732	-0,069	-1,154	-0,049	-0,830	-0,076	-1,303	
REUNCONS _{it} ²					1,246		0,671		1,149		0,004

CUADRO 3(CONTINUACIÓN).- RESULTADOS DE LA REGRESIÓN DEL MODELO

$$|ADA_{it}| = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 END_{it} + \beta_3 AUDITOR_{it} + \beta_4 OPCORP_{it} + \beta_5 TAMCONS_{it} + \beta_6 TAMCONS^2_{it} + \beta_7 INDCONS_{it} + \beta_8 INDCONS^2_{it} + \beta_9 REUNCONS_{it} + \beta_{10} REUNCONS_{it} + \beta_{11} REUNCONS^2_{it} + \beta_{12} STOCK_{it} + \beta_{13} PGER_{it} + \beta_{14} PGER^2_{it} + \beta_{15} FAMILIAS_{it} + \beta_{16} FAMILIAS^2_{it} + \beta_{17} BLOQUES_{it} + \beta_{18} BLOQUES^2_{it} + \varphi_{it} \sum_{m=1}^6 Sector_m + \gamma_t \sum_{i=1}^3 A\tilde{no}_i + \varepsilon_{it}$$

Características de la muestra y definición de variables descritas en el apéndice A1. Estadístico t entre paréntesis, y errores estándar y covarianzas calculados robustos a la heterocedasticidad, empleando la propuesta de White (1980). La significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**), y 99% (***) de probabilidad. Todos los modelos incluyen controles sectoriales y temporales.

	M1 (básico)		M2 (Términos lineales)		M3 (Consejos y comités)		M4 (Bloques)		M5 (Bloques expandidos)		
	Coefftes	t	Coefftes	t	Coefftes	t	Coefftes	t	Coefftes	t	Sign
TAMCOM _{it}			-0,074	-1,149	0,304	0,836	0,327	0,899	0,242	0,650	
TAMCOM ² _{it}					-0,037	-0,867	-0,036	-0,862	-0,028	-0,641	
INDCOM _{it}			0,766	1,353	0,467	0,684	0,742	1,110	0,967	1,403	
INDCOM ² _{it}					-0,295	-0,465	-0,349	-0,561	-0,546	-0,850	
REUNCOM _{it}			0,017	0,759	-0,038	-0,598	-0,028	-0,450	-0,012	-0,198	
REUNCOM ² _{it}					0,804	0,004	0,916	0,003	0,642		
CONCENTR _{it}			-0,098	-0,918			-0,133	-1,255	-0,106	-1,000	
STOCK _{it}							-0,180	-1,034	-0,078	-0,446	
PGER _{it}			-0,002	-0,626			-0,019	-2,234	-0,038	-3,615	***
PGER ² _{it}							2,615	2,017	5,568	3,450	***
BLOQUES _{it}							0,013	2,663			***
BLOQUES ² _{it}							-1,030	-2,339			**
FAMILIAS									0,028	3,722	***
FAMILIAS									-3,486	-3,411	***
BLOQUES _{it}									0,004	0,595	***
BLOQUES ² _{it}									-0,158	-0,234	***
R2 (%)	40%			46%		51%		53%		55%	
F	5,73	***		5,624	***	7,035	***	5,749	***	5,631	***

4 RESULTADOS EMPÍRICOS

El cuadro 3 recoge los resultados obtenidos en la regresión del modelo (1). La primera columna (M1) muestra los efectos de los determinantes innatos de la calidad contable, resultando ser estadísticamente significativos el tamaño y el tipo de auditor, que guardan una relación inversa con la magnitud de los ajustes por devengo anormales, y el endeudamiento, cuya relación es directa; todas con el signo esperado. En cuanto a la existencia de operaciones corporativas, aún teniendo el signo positivo pronosticado, no han resultado ser estadísticamente significativas. El coeficiente de determinación, 40%, se sitúa a un nivel similar al de otros trabajos en esta misma línea.

La segunda versión del modelo (M2) incorpora todas las variables experimentales, expresadas en términos lineales. De ellas, únicamente ha resultado ser estadísticamente significativa a los niveles convencionales el tamaño del Consejo de Administración, con signo positivo, lo que indica que la calidad contable se ve perjudicada cuanto mayor es la dimensión de este órgano de administración. Así pues, la asunción de una estricta linealidad entre prácticas de gobierno y calidad contable nos conduciría a sostener, a tenor de los resultados obtenidos en este modelo, que las actividades de Gobierno Corporativo no ejercen prácticamente ninguna influencia en la calidad contable de las empresas cotizadas españolas, en contradicción con las predicciones teóricas y con los hallazgos empíricos documentados en otros países.

Los restantes modelos asumen la no linealidad e incluyen los oportunos términos cuadráticos. Así, el modelo M3 incorpora las variables representativas del tamaño, independencia y actividad del Consejo de Administración y del Comité de Auditoría. En cuanto al Consejo, solamente ha resultado ser significativos su tamaño, y así, mientras el coeficiente del término lineal es negativo, el asociado al término cuadrático es positivo y aún más significativo, lo que indica que el tamaño ejerce una influencia positiva sobre la calidad contable, si bien los Consejos con numerosos integrantes serían más permisivos con la discrecionalidad contable y su influjo sobre su calidad sería negativo, confirmándose la primera de nuestras hipótesis.

Tan destacable nos parece la significación estadística obtenida en las variables anteriores como el hecho de que el grado de independencia y actividad del Consejo no exhiban relación alguna con la calidad contable, lo que contrasta con el destacado papel que la literatura, tanto teórica como empírica (siempre anglosajona), asigna a estos atributos del órgano de administración como salvaguarda de la calidad contable, pero que para el caso español, a la luz de estos resultados, no parecen ser efectivos. Es posible que esta evidencia se derive de la presencia de consejeros “grises”, de la falta de rotación de los consejeros independientes o de las dos causas simultáneamente.

Con respecto a los primeros, esto es, los que mantienen algún tipo de relación familiar o profesional (presente o pasada) con la empresa o su alta dirección, el hecho de que en los

informes anuales de Gobierno Corporativo sean designados como independientes y casi en ningún caso se revelen los posibles conflictos de interés podría limitar severamente la calidad de la variable que hemos tomado como subrogado de la independencia del Consejo⁹. En cuanto a los segundos, su lenta o casi inexistente rotación los convierte en “independientes permanentes”, y así, en el informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores correspondiente al ejercicio 2004 (CNMV 2005) se indicaba que solamente el 10,55% de las cotizadas españolas pone límites temporales a los consejeros independientes¹⁰; en definitiva, unos y otros podrían caer dentro de la categoría que Eguidazu (1999) denomina “de etiqueta”, en los que la independencia es una apariencia y no una actitud, ya que al no existir la suficiente distancia con la alta dirección, ésta concentra *de facto* en sus manos el poder dentro del Consejo.

Tampoco han resultado ser estadísticamente significativas ninguna de las variables representativas del Comité de Auditoría, lo que indica que en nuestro país, al menos en estos primeros ejercicios de configuración y actividad, su misión no ha aportado la efectividad esperada por el regulador, al menos en lo que se refiere a la calidad de la información contable externa¹¹. En este sentido, parece oportuno recordar que en Estados Unidos, hasta que el Blue Ribbon Committee (NYSE 1999) no emitió sus recomendaciones en 1999, invitando a los Comités de Auditoría a adoptar una posición más activa en la supervisión de la información financiera que divulgaba la empresa, así como a ejercer un mayor control sobre las relaciones de los auditores externos con la alta dirección, existían serias dudas acerca de su efectividad real (ver Levitt 1998). Por consiguiente, el hecho de que nuestros resultados empíricos no documenten ninguna efectividad en el rol del Comité de Auditoría podría ser una consecuencia de su falta de rodaje y experiencia más que de cualquier otra circunstancia. Finalmente, el coeficiente de determinación del modelo, 0,53, mejora notablemente el obtenido en el modelo básico anterior (M1), lo que pone de manifiesto el efecto incremental de las variables experimentales incorporadas sobre su poder explicativo.

La cuarta versión (M4) incorpora las variables representativas de la concentración de poder, de la existencia de incentivos a favor de la alta dirección y de la estructura de propiedad de las compañías, en este último caso agrupando tanto las participaciones de grandes inversores como las de los grupos familiares. En cuanto a las variables experimentales de Consejos y Comités, así como a las de control, todas mantienen el mismo comportamiento que en el modelo M3 anterior. De las nuevas variables, la concentración de poder en manos del primer ejecutivo y la existencia de esquemas retributivos basados en opciones sobre acciones no han resultado ser significativas, pero sí la participación accionarial de la alta dirección y la

(9) Yermack (2004), en su muestra de 734 consejeros independientes de las empresas norteamericanas incluidas en Fortune 500 entre 1994 y 1996, identificó al 16,3% de éstos como “grises”, lo que da una idea de su peso relativo.

(10) El límite medio se sitúa en 7 años, con mediana de 5 años, máximo de 10 (Mecalux y Cortefiel) y mínimo de 2 (Aldeasa).

(11) Hemos llevado a cabo la regresión del modelo (1) excluyendo las variables relacionadas con el Consejo de Administración, y tampoco hemos obtenido significación estadística de las variables relacionadas con tamaño, composición y actividad del Comité de Auditoría.

presencia de partícipes significativos. Sobre la participación de la alta dirección en la propiedad, el término lineal es negativo y el cuadrático positivo, lo que pone de manifiesto que la vinculación accionarial de los directivos aporta un efecto benéfico sobre la calidad contable, apoyando la hipótesis de convergencia de intereses. No obstante, en niveles elevados de participación tal efecto se invierte, resultado que es coherente con el hallazgo de Bergstresser y Philippon (2006), quienes obtienen evidencia de que elevados esquemas de acceso a la propiedad gerencial alimentan la manipulación contable, o expresado en otros términos, creando escenarios del tipo “toma el dinero y corre” (Fudenberg y Tirole 1995), verificándose en este caso la hipótesis de atrincheramiento.

Con relación a la participación de tenedores de bloques de acciones, los resultados obtenidos son exactamente inversos a los que acabamos de describir para la propiedad gerencial: tal como indican los términos lineal y cuadrático, cuando los tenedores de participaciones significativas poseen un porcentaje moderado de propiedad, su efecto sobre la calidad contables es adverso, pero cuando sus bloques representan proporciones elevadas ocasionan un claro efecto benéfico sobre la calidad contable. Probablemente ello sea debido a que solamente en compañías con fuerte presencia de bloques, éstos puedan imponer su control y retener de modo efectivo el control de la función contable, desplazándose desde la esfera de influencia de la alta dirección. En este caso, la calidad de ajuste del modelo se eleva ligeramente, hasta el 53%.

Por último, la versión M5 expande la variable representativa de los bloques, lo que permite analizar de modo separado las participaciones significativas que son propiedad de las familias fundadoras de las empresas y las que son ostentadas por grupos inversores. Como puede comprobarse, ello nos permite conocer cómo el efecto benéfico sobre la calidad contable identificado en el modelo M3 anterior viene en realidad inducido por la presencia en el capital de las familias fundadoras, sin que la presencia de inversores significativos ejerza influencia alguna sobre la calidad de la información financiera. Además, esta nueva especificación ha incrementado la significación estadística de la propiedad gerencial, y de nuevo el coeficiente de determinación vuelva a elevarse ligeramente, hasta el 55%.

El cuadro 4 ofrece un análisis adicional de las variables experimentales que han exhibido relación estadísticamente significativa, y en todo caso no lineal, con la calidad contable. Con tal finalidad, hemos tomado el cuartil superior de propiedad familiar, propiedad gerencial y actividad del Consejo de Administración y hemos comparado los promedios del valor absoluto de sus ajustes por devengo anormales, tamaño y endeudamiento con los de los restantes cuartiles. En cuanto a la propiedad familiar, el cuartil representativo de la participación accionarial más intensa presenta, en promedio, ajustes por devengo anormales significativamente más reducidos que las restantes empresas, así como un tamaño notoriamente más reducido, sin que existan diferencias en el nivel de

endeudamiento. Con respecto a la participación de la alta dirección en el capital, el cuartil que recoge las más intensas se caracteriza por mayores ajustes por devengo anormales, mayor dimensión y menor endeudamiento. Por último, las empresas cuyos consejos son más activos muestran una discrecionalidad contable mucho menor que las restantes, pero son también tienen mayor tamaño y están más endeudadas.

CUADRO 4.- DIFERENCIAS DE MEDIAS EN DISTINTAS VARIABLES ENTRE LOS VALORES DEL CUARTIL SUPERIOR Y LOS RESTANTES VALORES PARA PROPIEDAD FAMILIAR, PROPIEDAD GERENCIAL Y ACTIVIDAD DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Características de la muestra y definición de variables descritas en el apéndice A1. La significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**) y 99% (***) de probabilidad. coeficientes de correlación se ofrecen en *cursiva*

	ADAit		TAMit		ENDit	
Propiedad familiar intensa	.26	***	2.068	***	.57	
Propiedad familiar débil o inexistente	.41		3.636		.58	
Propiedad gerencial intensa	.46	***	3.816	***	.53	***
Propiedad gerencial débil o inexistente	.40		1.546		.59	
Consejos con intensa actividad	.32	***	8.435	***	.67	***
Consejos con reducida actividad	.44		1.570		.55	

En definitiva, los resultados que acabamos de comentar vienen a poner de manifiesto la moderada influencia del Consejo de Administración y la irrelevancia del Comité de Auditoría sobre la calidad contable, así como la importancia de la propiedad gerencial y la presencia de familias sobre aquélla. En síntesis, nuestra evidencia indica cómo en las compañías cotizadas españolas el tamaño excesivo del Consejo y niveles elevados de propiedad gerencial perjudican a la calidad contable, y por el contrario, ésta se ve favorecida cuando las empresas cuentan con Consejos activos, niveles moderados de propiedad gerencial y presencia de las familias fundadoras en el capital; ni el grado de independencia del Consejo ni las variables representativas del Comité de Auditoría contribuyen a la calidad contable.

5 EXTENSIONES

Con el propósito de asegurar la robustez de nuestros resultados empíricos, hemos realizado diversos análisis adicionales. El primero de ellos tiene por finalidad asegurar que nuestra evidencia no se ve afectada por el problema de la correlación serial, y así, aunque los resultados del cuadro 3, ya discutidos en la sección precedente, han sido obtenidos incluyendo variables binarias para controlar los efectos temporales, hemos procedido a reestimar la ecuación (1) empleando la solución de Fama y MacBeth (1973) para corregir los sesgos que la correlación de los residuos pueden inducir en los errores estándar,

debido, entre otros factores, a choques macroeconómicos. Para su aplicación, hemos llevado a cabo tantas regresiones como ejercicios comprende nuestra muestra (tres), siendo cada coeficiente estimado, $\hat{\beta}_{FM}$, el coeficiente promedio obtenido de las regresiones

anuales, $\hat{\beta}_{FM} = \sum_{t=1}^T \frac{\hat{\beta}_t}{T}$ calculándose el estadístico t como $\frac{\hat{\beta}_{FM}}{\hat{\sigma}_{\beta_{FM}}}$, siendo $\hat{\sigma}_{\beta_{FM}}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{(\hat{\beta}_t - \hat{\beta}_{FM})^2}{T-1}$

y asumiéndose que los coeficientes de las variables independientes estimados anualmente, $\hat{\beta}_t$, son independientes entre sí y no están correlacionados. Los resultados obtenidos empleando el procedimiento de Fama-MacBeth, no detallados aquí, mantienen nuestros resultados, cualitativamente, en idénticos términos a los obtenidos anteriormente.

Un segundo problema que debemos abordar es el examen de los efectos que la endogeneidad puede ocasionar en los resultados obtenidos. Si la Contabilidad es un input del Gobierno Corporativo y asimismo éste afecta decisivamente a las prácticas contables, resulta evidente que la relación entre ambas es simultánea, lo que pocas veces ha sido explícitamente reconocido. La endogeneidad, como escriben Sloan (2001) y DeFond y Francis (2005), constituye un obstáculo para la investigación en este campo, puesto que todas las variables de interés en los estudios de Gobierno Corporativo están, al menos en potencia, conjuntamente determinadas. Para ello, como Klein (1998) y Anderson, Mansi y Reeb (2004), hemos incorporado como regresor adicional la variable dependiente retardada, es decir, los ajustes por devengo anormales o discrecionales del ejercicio precedente, ADA_{t-1} . De nuevo, los resultados obtenidos, se mantienen inalterables con la incorporación de la nueva variable.

Por último, hemos verificado si los resultados son sensibles ante especificaciones alternativas de las variables, reestimando el modelo (1) expresando el valor de la variable dependiente por rangos; empleando el logaritmo neperiano de la capitalización bursátil en lugar del activo total, y el logaritmo de las reuniones celebradas por consejos y comités. También hemos incorporado como controles la rentabilidad y el crecimiento, empleando para ello el ratio de rentabilidad económica y el ratio *book-to-market*, respectivamente. En todos los casos los resultados obtenidos son muy similares a los que hemos presentado, no siendo estadísticamente significativas las dos últimas variables.

6 RESUMEN Y CONCLUSIONES

El presente trabajo ha tenido por objeto analizar empíricamente los efectos de las actividades de Gobierno Corporativo sobre la calidad del resultado de las compañías no financieras admitidas a cotización en el mercado español de capitales. Nuestros hallazgos han puesto de manifiesto una moderada influencia de las tareas desempeñadas por consejos y comités, y en particular, hemos documentado cómo el grado de actividad del Consejo de Administración guarda una relación positiva y significativa con la calidad del resultado, pero

no su tamaño y composición. Con relación al Comité de Auditoría, ninguna de las variables ha resultado ser estadísticamente significativa, y con respecto a la participación del equipo directivo en la propiedad de la firma, los resultados obtenidos indican cómo moderados niveles de propiedad gerencial aportan un efecto benéfico sobre la calidad contable, si bien a medida que su participación se eleva el efecto se invierte y se hace adverso. Por último, hemos mostrado cómo la presencia de las familias fundadoras en el capital favorece la calidad contable, sin que hayamos obtenido ninguna evidencia de los efectos inducidos por la presencia de accionistas significativos, por la existencia de esquemas retributivos basados en opciones sobre acciones o por la concentración de poder en manos del primer directivo.

No obstante, los resultados de nuestro estudio deben ser contemplados con suma cautela. En primer lugar, nos parece particularmente importante tener muy en cuenta el contexto temporal en el que han sido obtenidos, los tres primeros ejercicios del nuevo marco normativo diseñado para las firmas cotizadas. Desde nuestra opinión, las empresas han realizado un notable esfuerzo de adaptación a la nueva situación y han dedicado tiempo y recursos a estar a la altura de las circunstancias, pero la falta de rodaje y tradición podrían explicar en buena medida los limitados resultados que hemos documentado.

Una segunda limitación proviene de las variables que hemos tomado para representar la configuración y actividades de Gobierno Corporativo. En cuanto a las primeras, y a pesar de que hemos realizado un esfuerzo muy notable y laborioso para detectar la propiedad última de las compañías, recurriendo en muchas ocasiones a sus páginas web y a los registros de participaciones significativas de la CNMV para aclarar o complementar los datos vertidos en el informe anual de Gobierno Corporativo, es posible que hayan subsistido algunos errores. Por falta de datos, el estudio tampoco incluye, más allá de una variable dicotómica, una representación más adecuada y refinada de los esquemas retributivos de la alta dirección, ni del papel desempeñado por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones; tampoco hemos podido contar con datos relativos a la inversión institucional. Por ello, y aunque creemos haber agotado todas las posibilidades de explotación de los datos públicamente disponibles a la fecha de este estudio, nuestros hallazgos pueden estar afectados por un problema de variantes relevantes omitidas.

Con relación a las variables representativas de consejos y comités, y aún siendo las habitualmente empleadas en la literatura empírica, ha de aceptarse que son “signos externos” utilizados como parámetros para valorar las prácticas de buen gobierno (Spencer Stuart, 2007), a falta de otras medidas que aporten más precisión. Por último, otras limitaciones pueden provenir del hecho de que la medición de la manipulación contable mediante los ajustes por devengo anormales o discrecionales es una construcción académica que no prueba de manera indeleble que los resultados estén manipulados, y que además presentan los consabidos errores de especificación y potencia identificados en la literatura (Poveda 2006).

No obstante, futuras investigaciones pueden avanzar y mejorar los hallazgos documentados en este estudio. Así, la extensión de la muestra a un mayor número de ejercicios podría favorecer una mayor robustez de los resultados; un mayor refinamiento en las variables empleadas (por ejemplo, si el regulados aportase en el futuro una definición más precisa de lo que se entiende por consejero independiente), o el simple hecho de contar con datos que al día de hoy —como los esquemas retributivos de la alta dirección o la presencia real de la inversión institucional—son difíciles de conocer.

APÉNDICE

A1.- CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA Y DEFINICIÓN DE VARIABLES

La muestra está integrada por datos de 136 compañías no financieras correspondientes a los ejercicios 2003 a 2005, ambos inclusive, correspondientes a los sectores de bienes de consumo, bienes de inversión, servicios de mercado, energía, comunicación y construcción, con cotización bursátil en el mercado español de capitales con datos suficientes a 31 de diciembre de 2003. De las 408 observaciones empresas-años que hubieran formado un panel completo, se han excluido 2 observaciones por información insuficientes a la fecha de cierre de este trabajo, y otras 10 por haber sido excluidas de negociación durante 2004 o 2005, configurándose una muestra final de 396 observaciones empresas-años.

Variable dependiente.-

ADA_{it} Residuos de la regresión $ADA_{it} = \alpha + \beta_1(CNN_{it} - CC_{it}) + \beta_2INM_{it} + \beta_3ROI_{it} + \beta_4BM_{it} + \varepsilon_{it}$, en la que para la empresa i y el ejercicio t , la variable dependiente, ADT_{it} , representa los ajustes por devengo totales; ΔCNN_{it} y ΔCC_{it} son las variaciones anuales operadas en la cifra neta de negocios y en las cuentas a cobrar, respectivamente; INM_{it} es el importe del inmovilizado material bruto, ROI_{it} es la rentabilidad económica, definida como el cociente entre el resultado neto atribuido a la sociedad dominante y el activo total, y BM_{it} es el ratio *book-to-market*, definido como cociente entre el valor teórico contable y el precio de mercado de una acción. Todas las variables, excepto el ratio book-to-market, están deflactadas por el valor contable del activo al inicio del ejercicio.

Variables independientes.-

TAM_{it} Logaritmo neperiano del valor contable del activo, tomado a 31 de diciembre.

END_{it} Cociente entre deudas totales y activo total a valor contable, tomados a 31 de diciembre.

$AUDITOR_{it}$ Toma el valor 1 si el auditor de las cuentas anuales fue una de las grandes firmas (Deloitte Touche, Ernst & Young, KPMG, Pricewaterhouse Coopers); 0 en caso contrario.

$OPCORP_{it}$ Toma el valor 1 si la empresa ha estado implicada en fusiones, adquisiciones, ha comenzado su cotización bursátil o amplió capital, y 0 en caso contrario.

$TAMCONS_{it}$ Cociente entre el número de consejeros y el logaritmo neperiano del activo total, tomado al cierre del ejercicio. $TAMCONS_{it}^2$ es su expresión cuadrática.

$INDCONS_{it}$ Número de miembros independientes en el Consejo de Administración, designados como tales en los informes anuales de Gobierno Corporativo. $INDCONS_{it}^2$ es su expresión cuadrática.

$REUNCONS_{it}$ Número de reuniones celebradas por el Consejo de Administración en cada ejercicio.

$TAMCOM_{it}$ Número de miembros del Comité de Auditoría. $TAMCOM_{it}^2$ es su expresión cuadrática.

$INDCOM_{it}$ Número de miembros independientes en el Comité de Auditoría, designados como tales en los informes anuales de Gobierno Corporativo. $INDCOM_{it}^2$ es su expresión cuadrática.

A1.- CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA Y DEFINICIÓN DE VARIABLES

Variables independientes.-

<i>REUNCOM</i> _{it}	Número de reuniones celebradas por el Comité de Auditoría en cada ejercicio.
<i>CONCENTR</i> _{it}	Toma el valor 1 cuando el Presidente del Consejo de Administración acumula el cargo de primer directivo, y 0 en caso contrario.
<i>STOCK</i> _{it}	Toma el valor 1 cuando se han establecido esquemas retributivos para los directivos que incluyen opciones sobre acciones, y 0 en caso contrario.
<i>PGER</i> _{it}	Porcentaje de participación de los consejeros ejecutivos en el capital de la compañía, según consta en los informes anuales de Gobierno Corporativo. <i>PGER</i> _{it} ² es su expresión cuadrática.
<i>FAMILIAS</i> _{it}	Porcentaje de participación, directa o indirecta, de paquetes de acciones iguales o superiores al 5% de las familias fundadoras en el capital de la compañía y forman parte del Consejo de Administración, según consta en los informes anuales de Gobierno Corporativo. <i>FAMILIAS</i> _{it} ² es su expresión cuadrática.
<i>BLOQUES</i> _{it}	Porcentaje de participación en la compañía de los titulares, directos o indirectos, de paquetes de acciones iguales o superiores al 5% de su capital social, que integrando el Consejo de Administración no forman parte de las familias fundadoras, según consta en los informes anuales de Gobierno Corporativo. <i>BLOQUES</i> _{it} ² es su expresión cuadrática.
<i>ADA</i> _{it}	Estimación en sección cruzada de los ajustes por devengo anormales del ejercicio precedente, tomados en valores absolutos y calculados a partir del modelo de Jones (1991), controlando rentabilidad y crecimiento.

REFERENCIAS

- Abbott, Lawrence J., Susan Parker y Gary F. Peters (2004): “Audit committee characteristics and restatements”, *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 23, 69-87.
- Agrawal, Anup y Sahiba Chadha (2005), “Corporate Governance and accounting scandals”, *Journal of Law and Economics* 48, 371-406.
- Alford, Andrew A., Jennifer Jones, Richard Leftwich y Mark E. Zmijewski (1993): “The relative informativeness of accounting disclosures in different countries”, *Journal of Accounting Research* 31 (suplemento), 183-223.
- Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi y David M. Reeb (2003): “Founding family ownership and the agency cost of debt”, *Journal of Financial Economics* 68, 263-285.
- Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi y David M. Reeb (2004): “Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt”, *Journal of Accounting and Economics* 37, 315-342.
- Anderson, Ronald A. y David M. Reeb (2003): “Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance* 58, 1301-1328.
- Bartov, Eli (1993): “The timing of asset sales and earnings manipulation”, *Accounting Review* 68, 840-855.
- Beasley, Mark S. (1996): “An empirical analysis of the relation between board of director composition and financial statement fraud”, *Accounting Review* 71, 443-465.
- Beasley, Mark S., Joseph V. Carcello y Dana R. Hermanson (1999): “*Fraudulent Financial Reporting (1987-1997): An Analysis of U.S. Public Companies*”, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, Nueva York.

- Beasley, Mark S. y Steven Salterio (2001): “The relation between board characteristics and voluntary improvements in audit committee composition and member experience”, *Contemporary Accounting Research* 18, 1-34.
- Bebchuk, Lucian A. y Jesse M. Fried (2003): “Executive compensation as an agency problem”, *Journal of Economic Perspectives* 17, 71-92.
- Bédard, Jean, Sonda Marrakchi Chtourou y Lucie Courteau (2004): “The effect of Audit Committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management”, *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 23, 13-35.
- Bergstresser, Daniel y Thomas Philippon (2006): “Manager incentives and earnings management,” *Journal of Financial Economics*, 80, 511—529.
- Burkart, Mike, Fausto Panunzi y Andrei Shleifer (2003): “Family firms”, *Journal of Finance* 58, 2167-2202.
- Bushee Brian J. (1998): “The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour”, *Accounting Review* 73, 305-333.
- Carcello, Joseph V. y Terry L. Neal (2000): “Audit committee composition and auditor reporting”, *Accounting Review* 75, 453-467.
- Coase, Ronald H (1990): “Accounting and the theory of the firm”, *Journal of Accounting and Economics* 12, 3-13.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV (2005): “*Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*”, Madrid, diciembre.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV (2006): “*Código Unificado de Buen Gobierno*”, Madrid, mayo.
- Core, John E., Wayne Guay y David F. Larcker (2003): “Executive equity compensation and incentives: A survey”, *Economic Policy Review* 9, 27-50.
- Chan, Konan, Louis K. C. Chan, Narasimhan Jegadeesh y Josef Lakonishok (2001): “Earnings quality and stock returns”, *Journal of Business* 79, 1041-1082.
- Cheng, Qiang y Terry D. Warfield (2005): “Equity incentives and earnings management”, *Accounting Review* 80, 441-476.
- Chung, Richard, Michael Firth y Jeong-Bon Kim (2002): “Institutional monitoring and opportunistic earnings management”, *Journal of Corporate Finance* 8, 29–48.
- Chung, Richard, Michael Firth y Jeong-Bon Kim (2002) “Institutional monitoring and opportunistic earnings management”, *Journal of Corporate Finance* 8, 29–48.
- Dávila, Antonio y Fernando Peñalva (2006): “Governance structure and the weighting of performance measures in CEO compensation”, *Review of Accounting Studies* 11, 463-493
- DeAngelo, Linda E. (1981): “Auditor size and audit quality”, *Journal of Accounting and Economics* 3, 183-99.
- DeAngelo, Harry y Linda DeAngelo (2000): “Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company”, *Journal of Financial Economics* 56, 153-207.

- DeAngelo, Harry, Linda E. DeAngelo y Douglas J. Skinner (1994): "Accounting choice in troubled companies", *Journal of Accounting and Economics* 17, 113-143.
- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan y Amy P. Sweeney (1996): "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research* 13, 1-36.
- Dechow, Patricia M., Scott A. Richardson e Irem Tuna (2003): "Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation", *Review of Accounting Studies* 8, 355-384.
- DeFond, Mark L. y James Jiambalvo (1991): "Incidence and circumstances of accounting errors", *Accounting Review* 66, 643-655.
- DeFond, Mark L. y James Jiambalvo (1994): "Debt covenant violation and manipulation of accruals", *Journal of Accounting and Economics* 17, 145-176.
- DeFond, Mark L. y Jere R. Francis (2005): "Audit research after Sarbanes-Oxley", *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 24 (suplemento), 5-30.
- DeFond, Mark L., Rebecca N. Hann y Xuesong Hu (2005): "Does the market value financial expertise on Audit Committees of Boards of Directors?", *Journal of Accounting Research* 43, 154-194.
- Dhaliwal, Dan S., Gerald L. Salamon y Dan E. Smith (1982): "The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods", *Journal of Accounting and Economics* 4, 41-53
- Dunn, Paul (2004): "The impact of insider power on fraudulent financial reporting", *Journal of Management* 30, 397-412.
- Eguidazu, Santiago (1999): "*Creación de valor y gobierno de la empresa en España*", Morgan Stanley Dean Witter, Madrid.
- Eisenberg, Theodore, Stefan Sundgren y Martin T. Wells (1998): "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics* 48, 35-54.
- Erickson, Merle y Shiing-wu Wang (1999): "Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers", *Journal of Accounting and Economics* 27, 149-176.
- Erickson, Merle, Michelle Hanlon y Edward L. Maydew (2004): "How much will firms pay for earnings that do not exist? Evidence of taxes paid on allegedly fraudulent earnings", *Accounting Review* 79, 387-408.
- Faccio, Mara y Larry P.H. Lang (2002): "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- Fama, Eugene F. (1980): "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Fama, Eugene F. y James D. MacBeth (1973): "Risk, return, and equilibrium: Empirical tests", *Journal of Political Economy* 81, 607-636.
- Fama, Eugene F. y Michael C. Jensen (1983): "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Farber, David B. (2005): "Restoring trust after fraud: Does Corporate Governance matter?", *Accounting Review* 80, 539-561.

- Fernández Álvarez, Ana Isabel, Silvia Gómez Ansón y Carlos Fernández Méndez (1998): “El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español”, *Investigaciones Económicas*, 22, 501-516.
- Frankel, Richard, Marilyn Johnson y Karen Nelson (2002): “The relation between auditors’ fees for nonaudit services and earnings management”, *Accounting Review* 77 (suplemento), 71-105.
- Fudenberg, Drew y Jean Tirole (1995): “A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents”, *Journal of Political Economy* 103, 75–93.
- Gabrielsen, Gorm, Jeffrey D. Gramlich y Thomas Plenborg (2002): “Managerial ownership, information content of earnings, and discretionary accruals in a non-US setting”, *Journal of Business Finance & Accounting* 29, 967-988.
- García Osma, Beatriz y Belén Gill de Albornoz (2007): The effect of the board composition and its monitoring committees on earnings management: Evidence from Spain, *Corporate Governance: An International Review*, 15, pp. 1413-1428.
- Garvey, Gerald T. and Peter L. Swan (1994): “The economics of corporate governance: Beyond the Marshallian firm”, *Journal of Corporate Finance* 1, 139-174.
- Gaver, Jennifer J., Kenneth M. Gaver and Jeffrey R. Austin (1995): “Additional evidence on bonus plans and income management”, *Journal of Accounting and Economics* 19, 328.
- Graham, John R. (2003): “Taxes and Corporate Finance: A review”, *Review of Financial Studies* 16, 1075-1129.
- Graham, John R., Campbell R. Harvey y Shiva Rajgopal (2005): “The economic implications of corporate financial reporting”, *Journal of Accounting and Economics* 40, 3-73.
- Healy, Paul M. (1985): “The effect of bonus schemes on accounting decisions”, *Journal of Accounting and Economics* 7, 85-107.
- Holmstrom, Bengt y Steven N. Kaplan (2003): “The state of US Corporate Governance: What’s right and what’s wrong?”, *Journal of Applied Corporate Finance* 8, 8-20.
- Holthausen, Robert W., David F. Larcker y Richard G. Sloan (1995): “Annual bonus schemes and the manipulation of earnings”, *Journal of Accounting and Economics* 19, 29-74.
- Jensen, Michael C. (1993): “Presidential address: The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems”, *Journal of Finance* 48, 831-880.
- Jones, Jennifer J. (1991): “Earnings management during import relief investigations”, *Journal of Accounting Research* 29, 193-228.
- Karamanou, Irene y Nikos Vafeas (2005): “The association between boards and audit committees with management earnings forecasts: An empirical analysis”, *Journal of Accounting Research* 43, junio, 453-486.
- Klein April (1998): “Firm performance and board committee structures”, *Journal of Law and Economics* 41, 275-303.
- Klein, April (2002a): “Economic determinants of audit committee independence”, *Accounting Review* 77, 435-452.
- Klein, April (2002b): “Audit committees, board of director characteristics and earnings management”, *Journal of Accounting and Economics* 33, August, 375-400.

- Kothari, S.P., Andrew J. Leone y Charles E. Wasley (2005): "Performance matched discretionary accrual measures", *Journal of Accounting and Economics* 39, 163-197.
- LaPorta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- LaPorta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (2000): "Investor protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- Larcker, David F. y Scott A. Richardson (2004): "Fees paid to audit firms, accrual choices, and Corporate Governance", *Journal of Accounting Research* 42, 625-658
- Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (Ley Financiera).
- Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (Ley de Transparencia).
- Leuz, Christian, Dhananjay Nanda y Peter D. Wysocki (2003): "Investor protection and earnings management: An international comparison", *Journal of Financial Economics* 69, 505-527.
- Monterrey, Juan y Amparo Sánchez-Segura (2007): "Rotación y dependencia económica de los auditores: sus efectos sobre la calidad del resultado en las compañías cotizadas españolas", *Investigaciones Económicas* 31, 119-159.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1990): "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance* 45, marzo, 31-48.
- New York Stock Exchange, NYSE (1999): "*Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees*" (Blue Ribbon Committee), mayo.
- Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades.
- Park, Yun W. y Hyun-Han Shin (2004): "Board composition and earnings management in Canada", *Journal of Corporate Finance* 10, 431-457.
- Peasnell, Ken V., Peter F. Pope y Steven Young (2005): "Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?", *Journal of Business Finance and Accounting* 32, 1311-1346.
- Perry, Susan and Thomas S. Williams (1994): "Earnings management preceding management buyout offers", *Journal of Accounting and Economics* 18, 157-179.
- Poveda, Francisco (2006): "Evaluación empírica de los contrastes de earnings management: especificación y potencia", *Revista de Economía Aplicada* 14, 109-135.
- Pucheta, Consuelo y Cristina de Fuentes (2007): "The impact of Audit Committee characteristics on the enhancement of the quality of financial reporting: An empirical study in the Spanish context", *Corporate Governance: An International Review* 15, 1394-1412.
- Rangan, Srinivasan (1998), "Earnings around seasoned equity offerings: Are they overstated?", *Journal of Financial Economics* 50, 101-122.
- Reynolds, J. K. y J. R. Francis (2000): "Does size matter? The influence of large clients on office-level auditor reporting decisions", *Journal of Accounting and Economics* 30, 375-400.

- Rosenstein, Stuart, y Jeffrey G. Wyatt (1997): "Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics* 44, 229-250.
- Roychowdhury, Sugata (2006): "Earnings management through real activities manipulation", *Journal of Accounting and Economics* 42, 335-370.
- Shleifer, Andrei y Robert W. Vishny (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 3, 461-488
- Shleifer, Andrei y Robert W. Vishny (1997): "A survey of corporate governance", *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Sloan, Richard G. (2001): "Financial accounting and corporate governance: a discussion", *Journal of Accounting and Economics* 32, 335-347.
- Spencer Stuart (2007): "Índice de Consejos de Administración 2006 (España)", Madrid.
- Stiglitz, Joseph E. (2000): "The contributions of the economics of information to Twentieth Century economics", *Quarterly Journal of Economics* 115, 1441-1478.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch y T.J. Wong (1998a): "Earnings management and the post-issue underperformance in seasoned equity offerings", *Journal of Financial Economics* 50, 63-99.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch y T.J. Wong (1998b): "Earnings management and the long-run market performance of public offerings", *Journal of Finance*, 53, 1935-1974.
- Vafeas, Nikos (1999): "Board meeting frequency and firm performance", *Journal of Financial Economics* 53, 113-142.
- Vafeas, Nikos (2006): "Audit committees, boards, and the quality of reported earnings", *Contemporary Accounting Research*, en prensa.
- Wang, Dechun (2007): "Founding family ownership and earnings quality", *Journal of Accounting Research*, en prensa.
- Warfield, Terry D., John J. Wild y Kenneth L. Wild (1995): "Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings", *Journal of Accounting and Economics* 20, 6191.
- Watts, Ross L. y Jerold L. Zimmerman (1986): "*Positive Accounting Theory*", Englewood Cliffs, New Jersey.
- Xie, Biao, Wallace N. Davidson y Peter J. DaDalt (2003): "Earnings management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee", *Journal of Corporate Finance* 9, 295-316.
- Yermack, David (1996): "Higher market valuation companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics* 40, 185-212.
- Yermack, David (2004): "Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors", *Journal of Finance* 59, 2281-2308.
- White, Halbert L. (1980): "A heteroskedasticity-consistent covariance matrix and a direct test for heteroskedasticity", *Econometrica* 48, 817-838.

